

**AUMENTAR O SUPERÁVIT PRIMÁRIO: RESPOSTA PARA
QUALQUER SITUAÇÃO**

**UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS – UNICAMP
NÚCLEO DE ESTUDOS DE POLÍTICAS PÚBLICAS – NEPP**

2004

**CADERNO DE
PESQUISA
Nº 56**

GERALDO BIASOTO JÚNIOR¹



¹ Professor do Instituto de Economia e coordenador associado no Núcleo de Estudos de Políticas Públicas.

Os cadernos de Pesquisa do NEPP, escritos pelos professores, estudantes de pós-graduação e outros membros associados, aparecerão intermitentemente. Alguns serão comunicações de pesquisa preliminarmente em andamento, ou exploração de idéias teóricas, e a sua publicação visa a estimular discussão e gerar críticas úteis. Como resultados de tais discussões e críticas, é provável que apareçam publicações de versões mais elaboradas em outra parte.

A retomada do nível de atividade da economia brasileira está suscitando uma nova discussão sobre a armação da política macroeconômica. Diversas vozes já vêm colocando a necessidade de compor elevação dos juros, valorização do câmbio e ampliação do superávit primário. Cada analista com maior ênfase em alguma das três terapias, mas a grande maioria considerando a ainda incerta retomada do crescimento um grande perigo para a estabilidade macroeconômica.

A elevação do superávit primário já entrou na pauta das discussões da equipe econômica com a Presidência da República. Duas seriam as formas de explicar a efetividade de uma nova compressão sobre as contas fiscais: a) garantir ao mercado uma compensação fiscal para impacto de um juro maior no monitoramento da relação dívida/PIB; e b) amenizar o impacto das contas públicas sobre a demanda agregada num momento de aquecimento das atividades privadas. A efetividade destas duas vias da política fiscal, no conjunto da política macroeconômica, é o objeto da presente discussão.

Na visão que se tornou dominante, o núcleo da política fiscal é a definição do superávit primário. O superávit necessário está integralmente referido aos limites postos à evolução da dívida pública pelas decisões de manutenção de *portfolio* tomadas pelos agentes econômicos detentores de recursos a aplicar. Ou seja, uma tendência à elevação da dívida como proporção do PIB teria que ser acomodada pelos poupadores (doadores de recursos aos agentes deficitários da economia) por uma alteração nas composições de suas carteiras de ativos. Note-se que esta acomodação teria como prêmio a elevação das taxas de juros².

As teses acima expostas, no entanto, não podem ser tomadas como verdades universais. É preciso ter em mente que os detentores de títulos estão imersos em economias em movimento. Quando o nível de atividade cai, há uma natural redução de operações de crédito ao setor privado, devido à sobra de capital de giro e à retração dos investimentos, o que produz um movimento automático de procura dos títulos públicos por bancos e agentes líquidos. A autoridade monetária realiza um movimento concomitante de oferta de títulos, com vistas à captação da liquidez que começa a se empoçar no sistema financeiro. Na expansão cíclica, o sistema de crédito amplia autonomamente as operações de crédito ao setor privado. A ampliação da liquidez real, decorrente do aumento do crédito ao setor privado, assume, inicialmente, a forma de redirecionamento dos ativos do sistema, com

2 A partir desta elevação da taxa de juros, outros mecanismos seriam colocados em movimento: *crowding-out* do setor privado pelo setor público, deterioração das expectativas quanto à sustentabilidade da política fiscal e tensões com respeito a aumentos da carga tributária e impactos sobre preços.

redução da demanda por títulos públicos, a menos que a autoridade monetária não queira sancionar a ampliação da liquidez real e eleve a remuneração de seus papéis.³ Vale observar, não existe uma relação dívida/PIB de equilíbrio, justamente porque esta relação é produto das características institucionais de cada sistema financeiro e da dinâmica cíclica dos mercados de ativos frente aos movimentos do nível de atividade.

A compreensão do processo acima exposto requer o entendimento da plena natureza da dívida pública na institucionalidade financeira brasileira. A sua principal função não é a de financiar os déficits públicos, embora também o faça, mas administrar a liquidez e a remuneração da riqueza aos aplicadores internos, sejam eles empresas ou bancos. Vale dizer, o poder de gerir a dívida pública é o sucessor do antigo poder emissor de moeda do Estado. Como centro do sistema financeiro, o Banco Central assume um papel de árbitro e garantidor da liquidez, do valor e da remuneração dos ativos privados. Numa economia como a brasileira, este papel ganha ainda mais realce porque a mediação da riqueza em moeda nacional inclui a sua relação com a moeda externa.

A análise das posições em títulos dos detentores da dívida pública brasileira deixa clara a sua forma de manutenção da riqueza e de opção das operações de crédito do sistema bancário. O Gráfico 1 mostra como se distribui a posse dos títulos da dívida pública entre seus detentores. Os FIF - riqueza armazenada em aplicações curtas por pessoas físicas e jurídicas - e as tesourarias dos bancos são os grandes detentores de títulos públicos. A somatória de ambas categorias chega a 80% dos títulos em poder do mercado. Nos dois casos, a manutenção de títulos públicos nas carteiras de aplicação relaciona-se muito mais à falta de outra opção do que a uma clara definição pelo posicionamento da carteira em haveres junto ao Estado.

Importante notar, ainda, que mais de 85% dos títulos que estão em tesouraria dos bancos (R\$ 245 bilhões) têm como detentores os bancos comerciais nacionais, onde a presença do Banco do Brasil e da Caixa Econômica Federal é extremamente importante. Destes, cerca de R\$ 170 bilhões são LFT, títulos caracterizados justamente por oferecerem garantia de manutenção do valor do capital investido (pós-fixados). Deste modo, mesmo sem avaliar o tipo de aplicações que compõem os FIF, é muito seguro afirmar que cerca de um quarto da dívida mobiliária é composta por *funding* bancário, que numa economia em expansão

3 MINSKY, H. *Stabilizing an unstable economy*, Yale University Press, New Haven & London, 1986.

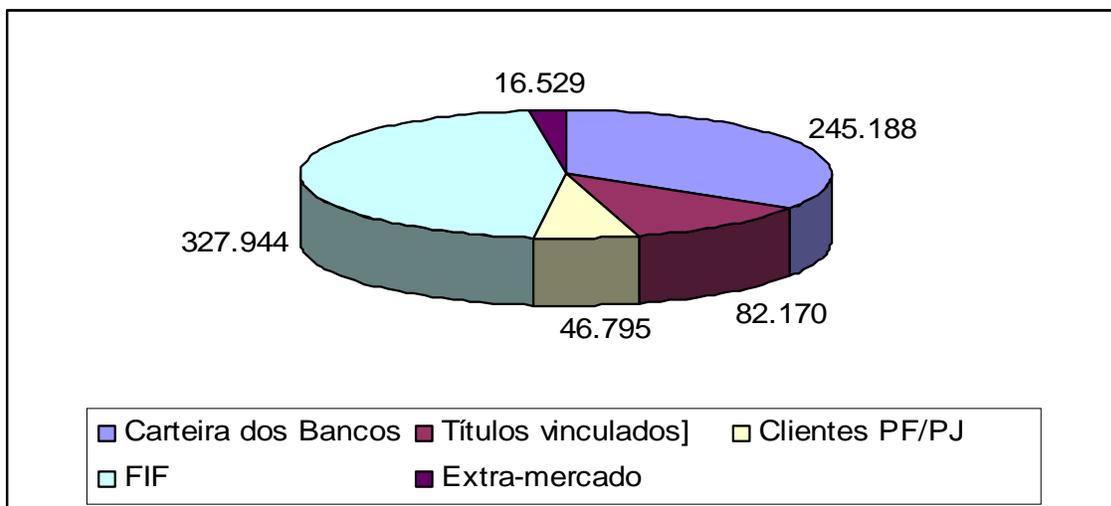
estaria direcionado para a sustentação de operações de crédito ao setor privado em expansão.

Gráfico 1

Decomposição dos detentores da dívida mobiliária federal

Julho de 2004

Em R\$ milhões



Fonte: Banco Central do Brasil, Nota para a Imprensa – Dívida Pública Mobiliária Federal Interna e Mercado Aberto. Agosto, 2004.

A grande questão que se coloca, deste modo, é que a evolução da relação dívida/PIB não está referenciada ao financiamento das contas públicas. Ao contrário, a evolução da relação dívida/PIB responde aos movimentos cambiais, à política de taxa de juros, às mudanças na demanda por títulos e moeda por parte dos agentes econômicos, ao movimento cíclico e, por fim, ao lado real das contas fiscais. No entanto, a desproporção dos valores patrimoniais e financeiros envolvidos torna a relação entre o lado real das contas públicas e as contas financeiras e cambiais absolutamente assimétrica.

Os fatores que determinaram a evolução da relação entre a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP)⁴ e o PIB, durante o período de 2001 até agora comprovam a dominância financeira acima aludida. Em 2001, os ajustes cambiais representaram 3,01% do PIB. Somados ao

⁴ O conceito de DLSP tem sido usado para o monitoramento da evolução da relação dívida/PIB no Brasil.

reconhecimento de dívidas, que chegou a 1,48% do PIB, temos 3,5% do PIB. Se a estes dois elementos adicionarmos os juros nominais, teremos um impacto de 11% do PIB. Estes itens superaram largamente o superávit primário de 3,47% do PIB. Em 2002, somente o ajuste cambial das dívidas externa e mobiliária (9,27% do PIB) representou quase 3 vezes o superávit primário.

Durante o Governo Lula, esta racionalidade seguiu sem retoques. Em 2003, a valorização do Real reduziu a Dívida Líquida em 5,2% do PIB. Mas o comportamento desfavorável do produto e os 9,3% do PIB gastos em juros, anularam o superávit e o efeito cambial, resultando em nova elevação da DLSP como percentual do produto. Já em 2004, com câmbio relativamente estabilizado, a redução dos juros nominais pagos pelo setor público e o PIB em crescimento deram espaço a que, finalmente, o esforço do superávit primário tivesse reflexo na queda da DLSP, em termos de percentual do PIB.

Estes elementos comprovam a tese central aqui defendida: os movimentos da relação dívida/PIB são determinados primordialmente por um conjunto de relações e variáveis macroeconômicas. O superávit primário, síntese do lado real das contas públicas, é o elemento de ajuste, geralmente impotente para fazer frente à dimensão dos elementos financeiros e patrimoniais que pressionam as contas do Estado.

Tabela 1

Varição da dívida líquida do setor público
2001 a julho de 2004
Em % do PIB

Discriminação	2001	2002	2003	2004 jul
Dívida líquida total - saldo	52,57	55,50	58,74	55,34
Dívida líquida – var. ac. ano	3,79	2,87	3,24	-3,40
Fatores condicionantes:^{1/}	7,77	13,87	2,06	1,90
NFSP	3,40	3,88	5,08	1,14
Primário	-3,47	-3,30	-4,26	-3,09
Juros nominais	6,88	7,18	9,34	4,23
Ajuste cambial ^{2/}	3,01	9,27	-4,14	0,65
Dívida mobiliária interna indexada ao câmbio	1,53	4,83	-1,46	0,20
Dívida externa - metodológico	1,48	4,44	-2,68	0,45
Dívida externa – outros ajustes ^{3/}	-0,03	0,05	1,07	0,14
Reconhecimento de dívidas	1,47	0,90	0,04	-0,02
Privatizações	-0,08	-0,23	0,00	0,00
Efeito crescimento PIB – dívida^{4/}	-3,98	-11,01	1,18	-5,30

Fonte: Banco Central do Brasil, Nota para a Imprensa – Política Fiscal, agosto de 2004

Aprofundando a análise sobre as fontes de financiamento do setor público, é crucial apontar a desorganização, em curso, do perfil do endividamento público. A Tabela 2 mostra uma realidade que vem se repetindo desde 2001. A dívida mobiliária vem sendo responsável por mais de 100% do crescimento da DLSP. Em verdade, as dívidas contratuais internas e o estoque de dívidas externas⁵ têm se retraído, dando lugar a uma sobre-utilização da dívida mobiliária. Vale frisar, a política do superávit primário está deteriorando, ainda mais, as frágeis bases de financiamento do setor público e remetendo o núcleo do financiamento público para seu trecho mais volátil e sujeito às mudanças de humor do mercado.

É fundamental apontar dois problemas conceituais de grande relevância em relação à dívida pública. O primeiro é a utilização de um conceito tão complexo e repleto de relações intra-setor público como a DLSP para medir a evolução da relação dívida/PIB. Ao contrário, a abordagem teórica sempre enfocou a dívida mobiliária em poder do público, tanto por ser a forma típica de financiamento do déficit orçamentário, como por ser a forma mais próxima da moeda. Esta adaptação livre do conceito de DLSP obscurece ainda mais a questão e encobre a forte deformação da estrutura do financiamento público. É certo que dívidas bancárias ou contratuais não têm grande relação com os supostos teóricos que baseiam a utilização da relação dívida/PIB, especialmente porque envolvem a posições firmadas no longo prazo, que não podem ser descontratadas por opção de uma das partes.

A segunda questão é a incorporação instantânea dos movimentos cambiais à variação dos estoques de dívida contratual e mobiliária com agentes financiadores externos. A racionalidade da pressão sobre *portfolios* tem sentido, no modelo convencional, na relação com os financiadores internos da dívida pública. Quando os financiadores são organismos internacionais e bônus externos de longo prazo, desaparece a racionalidade, dado que se rompe o vínculo entre financiadores do estado e gestão da liquidez interna, próprio da abordagem teórica que fundamenta o monitoramento da relação dívida/PIB. Não se sustenta a idéia de que haja algum efeito de pressão financeira sobre os credores externos se a evolução da dívida brasileira é apenas mais um ativo dentre centenas no mercado financeiro internacional. Rigorosamente, a não ser no que tange à dívida mobiliária interna dolarizada, onde o agente credor interno percebe seu patrimônio valorizado, não há justificativa teórica para incorporar os movimentos cambiais à evolução da dívida líquida.

5 No conjunto das dívidas externas, a parcela relativa aos organismos internacionais tem sofrido forte retração.

Tabela 2

Fontes de financiamento das necessidades de financiamento do setor público
2001 a julho de 2004
Em % do PIB

	2001	2002	2003	2004 jul
Fontes	3,57	4,58	5,22	2,06
Financiamento interno	2,78	2,75	6,24	4,65
Dívida mobiliária	4,87	0,25	8,08	5,12
Dívida bancária	-1,69	1,12	-2,07	0,17
Demais	-0,40	1,38	0,23	-0,64
Relacionamento TN/Bacen	-	-	-	-
Financiamento externo	0,79	1,83	-1,02	-2,60

Fonte: Banco Central do Brasil, Nota para a Imprensa, – Política Fiscal, agosto de 2004.

Os elementos acima expostos indicam que as metas que vêm balizando a política fiscal e de financiamento ao setor público partem de premissas equivocadas sobre a natureza da dívida pública. Como não bastasse, a inadequação dos conceitos contábeis à teoria dominante impede que mesmo essa teoria seja aplicada corretamente. Desta forma, as metas de superávit primário não cumprem a função de elementos da política macroeconômica, mas a tarefa de garantir ao mercado que as contas do Estado serão mobilizadas para enfrentar as disfunções financeiras próprias da volatilidade dos mercados e as tarefas das contas públicas na gestão macroeconômica.

Tomemos agora a segunda justificativa para a elevação do superávit primário: o impacto sobre a demanda agregada da economia. Uma enorme dificuldade em se ter um quadro concreto sobre as contas fiscais se instalou na esteira da valorização da abordagem financeira sobre as contas fiscais. Há um conceito dominante: o déficit nominal, na medida em que o conceito de Necessidades de Financiamento do Setor Público é base para identificação do superávit primário, também um conceito nominal. A medida alternativa, de déficit operacional, foi abandonada enquanto instrumento de política, embora tenha sido a grande inovação dos programas de monitoramento de políticas de ajuste dos anos oitenta.

A questão que está subjacente é semelhante à identificada no caso da relação dívida/PIB, refere-se às decisões sobre a manutenção de *portfolio* dos agentes econômicos. Uma supremacia, como instrumento de aferição da política fiscal, do déficit nominal frente ao operacional só poderia ter sua racionalidade na forma de compreensão da apropriação da inflação passada aos estoques de ativos. Ou seja, o confronto é entre a incorporação automática da atualização monetária a todos ativos em carteira, num caso, e a necessidade

de novas decisões sobre a recomposição nominal destas carteiras, no outro. A primeira alternativa é a mais razoável na grande maioria das situações, enquanto a segunda hipótese só se sustenta num mundo onde prevaleça uma noção monetarista de administração de *portfolio*.

A escolha entre déficit operacional ou o nominal como conceito central da política fiscal depende, portanto, da forma de entender a dinâmica da administração de carteiras pelos agentes econômicos⁶. Em nosso entender, não há porque colocar a mudança da composição nominal da carteira como caso geral. Ao contrário, a hipótese básica tem que ser a agregação da atualização monetária a todos os componentes da carteira. Por isso, o relevante para a política fiscal e seu financiamento deveria ser justamente o ora abandonado conceito operacional.

A avaliação deste conceito apresenta um comportamento quase errático das contas operacionais do setor público. Como mostra a Tabela 3, apenas em 2003, o déficit operacional foi expressivo, refletindo a estabilidade do déficit nominal e a baixa inflação, que concorreu para a redução da atualização monetária dos juros pagos internamente. Comportamento semelhante foi verificado em 2001.

O ano de 2002 e o período que compreende os 7 primeiros meses de 2004 merecem atenção mais detida. Em ambos, o componente de atualização monetária da dívida foi muito elevado, produzindo superávits operacionais expressivos: 2,6% do PIB, nos 12 meses de 2002, e 3,1% do PIB, no acumulado de janeiro a julho de 2004. No entanto, os números apresentados pelo Banco Central não parecem ser consistentes. O IPCA, por exemplo, acumulou, entre janeiro e julho de 2004, apenas 4,4%. É difícil deixar de colocar uma interrogação sobre os 5,18% do PIB de atualização monetária, de janeiro a julho de 2004. Eles parecem superestimados frente aos 2,29% do PIB, para todo o ano de 2003, quando o IPCA acumulou quase dobro (9,3%). Os juros reais, que ainda permanecem em patamar real elevado também parecem ser identificados de forma inconsistente em 1,35% do PIB, menos que a quarta parte em relação ao ano anterior.

6 Logicamente, o debate aqui travado coloca, de um lado, os que acreditam que a variação nominal é incorporada diretamente nas carteiras pelos agentes, sem alterações de composição. De outro, aqueles que acreditam que os valores nominais têm que disputar os recursos existentes com outras formas de aplicação.

Colocando de lado o problema contábil, ainda é evidente que, mesmo que não tenha atingido 3,1% do PIB, o superávit operacional de janeiro a julho de 2004 foi, sem dúvida, expressivo. O significado econômico de um equilíbrio operacional deve ser entendido por duas vias. A primeira é a financeira, indicando que não estaria havendo pressão para alteração nas carteiras de aplicação dos aplicadores, mesmo na eventualidade de um crescimento zero do PIB, dado que todo juro real está sendo pago. Ao contrário, estaria havendo alívio na pressão por crédito ao setor público sobre estas carteiras, quando tomadas em sua evolução real.

A segunda questão é o impacto real sobre a demanda agregada. As contas públicas, quando superavitárias, produzem uma retração da demanda agregada e um efeito restritivo sobre as decisões empresariais que compõem a curva de demanda efetiva. A escolha da versão nominal do resultado das contas públicas implica em redução adicional, na mesma medida da desvalorização das rendas pela inflação passada. Em sua versão operacional, um eventual superávit significa que, pagas todas as despesas inclusive juros reais, a demanda é reduzida no exato valor do excedente entre cobrança de impostos e das outras receitas e os gastos correntes e de investimento.

A equação abaixo explicita os determinantes da renda disponível (Y_d)⁷. Esta última é definida pela soma de investimento (I) e consumo (C) privados ao saldo das transações com o exterior ($X - M + IRE$)⁸ e às contas governamentais. As contas governamentais são divididas entre os tributos, contribuições e demais receitas (T), os gastos não financeiros de custeio e capital, que incluem previdência (GNF), os juros internos, repartidos em parcela de atualização monetária (JIAM) e parcela de juros reais (JIR), e os juros da dívida externa (JE)⁹.

$$Y_d = I + C + (GNF - T + JIAM + JIR + JE) + (X - M + IRE)$$

7 Trataremos, para simplificar, todas as propensões marginais dos agentes tributados e dos beneficiários dos gastos públicos não financeiros como idênticas. Para uma discussão mais detida ver: MACEDO, A. C., *Nota técnica sobre demanda e conceitos de déficit*, CECOM, 2004.

8 O Ingresso de Recursos Externos (IRE) é, para simplificar, equivalente aos Juros pagos pelo Setor Público por conta de suas dívidas externas.

9 Importante ressaltar que limitamos a diferença entre o déficit operacional e o nominal à atualização monetária dos juros nominais internos. Não trataremos, neste suplemento, da relação entre os juros externos e os movimentos da variação cambial, conquanto a mesma também contenha problemas conceituais.

O superávit primário de 4,25% do PIB significa que T supera GNF nesse montante, independentemente do que ocorra com o pagamento de juros, por hipótese, permanecerão sendo reaplicados na órbita financeira. Um superávit operacional significa que T é superior à soma de GNF, JR e JE, o que, por si só contrai a renda disponível e, conseqüentemente, a demanda agregada. A chave da questão é a parcela de juro correspondente à atualização monetária. A posição defendida pelas autoridades econômicas é de que esta parcela deve ser contabilizada como demanda adicional governamental. No entanto, a parcela de juros associada à inflação passada apenas está repondo um poder de compra que foi reduzido pela desvalorização da moeda. Para não incorrer neste erro, o correto seria aferir as contas pelo conceito operacional.

Esta incorreção conceitual produz um enorme equívoco nas metas de política fiscal, mesmo nos estritos marcos da teoria convencional¹⁰. Na prática, o superávit operacional de 2004 significa redução da demanda agregada. Um superávit primário extraído do conceito nominal de necessidades de financiamento das contas públicas embute os equívocos relatados acima, tanto no que toca ao impacto sobre a demanda, quanto no que diz respeito ao financiamento. Em síntese, o uso de um conceito equivocado parece garantir um *overshooting* da política fiscal.

Nos últimos meses, a expansão da economia tem garantido excesso de arrecadação frente às expectativas orçamentárias. Estes recursos não têm sido transferidos aos ministérios para gastos, ao que parece, justamente para dar lastro a um eventual aumento da meta de superávit primário. O esforço fiscal continuará, ao que tudo indica, centrado no investimento, onde há mais flexibilidade para cortes e postergações. No entanto, esta é uma alternativa perversa para a economia. Por um lado, porque impacta negativamente nas expectativas dos agentes privados nas suas decisões de investimento e, portanto, na própria formação da curva de demanda efetiva. Por outro, porque segue debilitando justamente os segmentos de infra-estrutura, imprescindíveis para que o crescimento não seja abortado por choques de custo e discontinuidades de oferta¹¹.

10 Este ponto já havia observado por BLANCHARD, O. *Macroeconomia*, Rio de Janeiro, Campus, 2001.

11 Nunca é demais lembrar que os recursos da CIDE-combustíveis, que deveriam recuperar as estradas, continuam bloqueados para a construção do superávit primário.

Tabela 3

Necessidades de financiamento do setor público – nominal e operacional
2001 a julho de 2004
Em % do PIB

	2001	2002	2003	2004 jul
Déficit nominal	3,57	4,58	5,22	2,06
Primário	-3,64	-3,89	-4,37	-5,59
Juros internos	6,02	7,20	8,32	6,53
Juros reais	3,51	0,04	6,03	1,35
Atualização monetária	2,50	7,16	2,29	5,18
Juros externos	1,20	1,27	1,26	1,12
Déficit operacional	1,07	-2,58	2,92	-3,12

Fonte: Banco Central do Brasil, Nota para a Imprensa – Política Fiscal, agosto de 2004.

Os elementos acima descritos apontam para uma série de equívocos na condução da política fiscal, dentre eles:

- o caráter estático da avaliação da relação dívida/PIB, que, ao contrário, deveria ter seu comportamento entendido no âmbito do processo cíclico e da institucionalidade do sistema financeiro;
- a falha na percepção da natureza da dívida pública, cada vez menos vinculada ao financiamento do déficit público e cada vez mais, um espaço de gestão de liquidez, referida à manutenção e valorização de riqueza em reais ou em dólares, nos momentos de dúvida acerca da paridade cambial;
- a focalização equivocada no conceito Dívida Líquida do Setor Público, frente a uma teoria que enfocou a dívida mobiliária do Tesouro, e a negligência em relação ao movimento da dívida mobiliária;
- a ênfase no conceito de déficit nominal, em detrimento do conceito de déficit operacional, e a superestimação da meta de superávit primário, que implica desnecessária restrição à demanda agregada; e
- a ausência de compreensão de que resultado das contas públicas tem na política fiscal apenas uma variável de ajuste, mas a sua determinação provém dos movimentos do câmbio e dos juros e do nível de atividade

Este quadro compõe uma política fiscal que é, ao mesmo tempo, restritiva, do ponto da vista da demanda agregada, e desagregadora do que restou do padrão de financiamento ao setor público. No entanto, não é apenas a política fiscal que está em causa, mas a paralisia enfrentada pelo Estado, refém de uma política macroeconômica de curto prazo que parece se pretender de longo prazo. Nesta situação, inexistem condições para que o Estado tenha o necessário lastro para assumir tarefas que somente ele pode assumir, numa trajetória de desenvolvimento sustentável. A possível elevação da meta de superávit primário será, de fato, mais um lance de *marketing* junto ao mercado, dado que sua consistência teórica e conceitual parece-nos, como demonstrado, altamente discutível.



UNICAMP

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

N E P P

NÚCLEO DE ESTUDOS DE POLÍTICAS PÚBLICAS

Cidade Universitária "Zeferino Vaz"

Av. Albert Einstein, 1300

Campinas - SP - Brasil

CEP. 13083-852

TEL: (019) 3788-2495 / 3788-2496 / 3289-3901 / 3289-3143

FAX: (019) 3289-4519

Caixa Postal - 6166

E-mail: nucleo@nepp.unicamp.br

Homepage: www.nepp.unicamp.br